DOLARIZACIÓN, CAJAS DE CONVERTIBILIDAD Y MONEDAS REGIONALES

Richard Roca[1]

La Crisis financiera Internacional, la crisis asiática y sobre todo la crisis rusa, trajo consecuencias muy serias para las economías latinoamericanas bajaron nuestras exportaciones, la entrada de capitales se redujo sustancialmente, se elevaron las tasas de interés con lo que nuestras economías se resintieron dramáticamente en algunos casos llevando a procesos recesivos muy fuertes, elevando las crónicas tasas de desempleo de la región y agudizó la situación de extrema pobreza.

En los últimos meses se ha venido discutiendo intensamente sobre la posibilidad de aplicar un esquema de dolarización total propugnado por Argentina. En que consiste la dolarización? que ventajas y desventajas tendría dicha estrategia

LA DOLARIZACIÓN EN NUESTRO PAÍS

A raíz de la alta inflación que se dio desde fines de los setenta en nuestro país se desato un proceso de dolarización de nuestra economía. Primero se dio la dolarización de la riqueza pues las tasas de interés de los depósitos de ahorro y a plazos en moneda nacional en nuestro país no llegaban ni a la mitad de la tasa de inflación, las tasas de interés reales de los depósitos bancarios eran negativas.

Hacia fines de la década anterior la mayor parte de la liquidez en moneda nacional ya estaba dolarizada. La moneda nacional dejo de cumplir la función de reserva de valor los agentes se refugiaron en la moneda norteamericana para protegerse de la inflación. Conforme se agudizaba la inflación desde principios de los ochenta los precios comenzaron a cotizarse en dólares generándose la dolarización de precios, esto no implicaba que se tuviera que pagar en dólares sino en Intis, al tipo de cambio del día. El dólar desplazó al sol, y al Inti posteriormente, como unidad de cuenta, como medida de valor.

Hacia finales de los ochenta cuando la hiperinflación era ya una triste realidad los agentes no solo cotizaban sus productos en dólares sino que además exigían que se les pagara en dicha moneda, la moneda nacional se vio desplazada por la norteamericana en su función de medio de pago produciéndose lo que en el ambiente académico se conoce como la "sustitución monetaria"

Actualmente después de haber reducido la hiperinflación y estar en niveles ligeramente superiores a la de los países desarrollados (3.5% al año) la moneda nacional ha recuperado sustancialmente sus funciones de medio de pago y unidad de cuenta, pero, la función de reserva de valor la cumple el dólar norteamericano más del 70% de la liquidez total esta en dólares.

---

[1] Profesor de economía en las Universidades de San Marcos, Católica, Ricardo Palma y San Martín. Página web: www.geocities.com/rhroca Correo: rhroca@yahoo.com

LA DOLARIZACIÓN MONETARIA TOTAL

La dolarización que se propone últimamente se refiere a que se use la moneda norteamericana en reemplazo de la moneda nacional no solo como depósito de valor y unidad de cuenta sino también como medio de pago.

Esta posibilidad ha generado un interesante debate. Algunos ven en esta propuesta una cura a todos lo males económicos, otros, como los principales voceros del gobierno, afirman que estaríamos peor que ahora y la descartan de plano.

En el plano académico Destacados economistas como Rudiger Dornbusch, Guillermo Calvo, Steve Hanke , Kurt Schuler y Robert Barro han opinado a favor de la dolarización mientras que otros como Paul Krugman no la avalan. Organismos muy importantes como el FMI el BID y otro han organizado conferencias sobre el tema.

Cuales son las ventajas y desventajas que tendría la dolarización para nuestro país.

Los defensores de la dolarización de nuestro sistema monetario señalan que tendría ventajas evidentes: desaparecería el riesgo de una devaluación y del riesgo país reduciendo la tasa de interés, ayudaría a reducir mas rápidamente la inflación, generaría mayor confianza por la disciplina monetaria que impondría al resto de la economía sobre todo a la política fiscal, facilitaría el comercio internacional reduciendo los costos de transacción e información.

Los opositores a esta propuesta aducen que, la economía estaría mas dependiente del contexto internacional y que en vez de estabilizar se desestabilizaría nuestra economía, desaparecería la política cambiaria, perderíamos la posibilidad de hacer política monetaria y nuestro sistema financiero seria mas dé ya que el Banco Central no podría cumplir con la función de prestamista de última instancia y perderíamos los ingresos por señoreaje. Veamos con mas detalle cada una las ventajas y desventajas de la dolarización.

VENTAJAS

El Riesgo Cambiario y el Riesgo País

Uno de los factores que actualmente mantiene alta la tasa de interés es la posibilidad de una devaluación que se conoce como el riesgo cambiario. Al desaparecer la moneda nacional ya no tendría sentido este riesgo, por lo menos con respecto a la moneda norteamericana. Aunque después de cierto tiempo nos daríamos cuenta que el riesgo cambiario reaparecería, pero ya no del sol con respecto al dólar, sino del dólar, moneda que estaremos usando, con respecto a otras monedas como el euro o el yen.

La desaparición del riesgo de una devaluación con respecto a la moneda norteamericana permitiría que se reduzca el riesgo país (no desaparece) por lo que podríamos acceder a préstamos internacionales a tasas mas bajas, casi iguales (no igual) a los de la plaza norteamericana, lo que ayudaría a reducir el costo del crédito en nuestro país facilitando la reactivación.

Efecto Desinflación
Al adoptar la moneda norteamericana nuestro Banco Central difícilmente podría modificar la oferta monetaria en dólares, por lo que la inflación en nuestro país tendería rápidamente a los niveles de la tasa de inflación norteamericana. Recordemos que uno de los factores que influye sobre el costo del crédito es la inflación esperada por lo que la dolarización de los medios de pagos tiene aquí otro efecto beneficioso.

Disciplina Fiscal
La desaparición de la moneda nacional permitiría que los agentes nacionales y extranjeros tengan la certeza de que no habrá financiamiento inflacionario para el presupuesto público lo que reforzaría la confianza en la economía peruana. Pero esto no significa que desaparezca el déficit fiscal pues todavía subsistiría la posibilidad del financiamiento con prestamos del sistema financiero privado nacional, la emisión de bonos y el endeudamiento externo los cuales en todo caso son mas sanos que el financiamiento inflacionario.

Efecto Consumo
Un efecto que no se menciona es que al usarse el dólar como un medio de pago los agentes dejarían de ver al dólar como una reserva de valor frente a la inflación y a la devaluación induciéndolos a una mayor propensión al gasto lo cual daría un fuerte impulso reactivador. Considerando que los depósitos en dólares ascienden a mas de 9,000 millones de dólares mientras que la emisión primaria, al tipo de cambio actual, llega tan solo algo menos de 1,600 millones de dólares la dolarización monetaria significaría que se multiplique por 5.6 veces la base monetaria en nuestro país lo que daría un tremendo impulso reactivador pero si efecto inflacionario.

Efectos sobre el Comercio Exterior
La dolarización completa al desaparecer el riesgo cambiario (solo con respecto al dólar) permitiría a las empresas vinculadas al comercio exterior reducir costos de cobertura cambiaria haciendo mas seguro tanto las exportaciones como las importaciones intensificando el comercio exterior lo cual sería muy beneficioso para nuestra economía al permitir una mayor integración internacional y mucho mas en el largo plazo si tenemos en cuenta los efectos benéficos del comercio a través de la tecnología que pocas veces se toma en cuenta.

LAS DESVENTAJAS

Los opositores a esta propuesta aducen que, la economía estaría mas dependiente del contexto internacional y que en vez de estabilizar se desestabilizaría nuestra economía, desaparecería la política cambiaria, perderíamos la posibilidad de hacer política monetaria y nuestro sistema financiero sería mas dé ya que el Banco Central no podría cumplir con la función de prestamista de última instancia y perderíamos los ingresos por señoreaje.

Pérdida de la Política Cambiaria
Este es un efecto negativo que se tendría con seguridad pues nuestro banco Central no podría afectar al tipo de cambio del dólar con las otras monedas lo cual nos dejaría mas

expuestos a una crisis internacional como lo esta Argentina, sobre todo si cae los precios de las materias primas los cuales constituyen nuestros principales productos de exportación. El mecanismo de ajuste tradicional que señala la teoría económica: la flexibilidad de precios, no sería de mucha ayuda pues sabemos muy bien que ello difícilmente se cumple a la baja por todas las rigideces que ya conocemos. Pero esto no debería asustarnos pues ello depende del tipo de cambio al que desaparecería la moneda nacional, si es bajo estaríamos condenados por mucho tiempo, si es adecuado nos podríamos beneficiar.

Además en una economía con un alto grado de dolarización (aunque no completa) como la nuestra, no es posible mejorar sustancialmente el tipo de cambio real por lo que la perdida de este instrumento no sería muy grave. En un mundo cada vez mas globalizado las devaluaciones nominales ya no son muy efectivas pues pueden desatar inmediatamente una guerra de devaluaciones con lo cual nadie saldría ganando. Mucha mas conveniente sería la coordinación de políticas comerciales.

Desaparición del Banco Central y la Política Monetaria

Uno de los castos mas mencionados es que al desaparecer la moneda nacional desaparecería los instrumentos de política monetaria y con ellos el Banco Central.
Esto no es cierto. Si bien desaparece los instrumentos tradicionales de emisión primaria, el Banco Central, que no tiene que desaparecer, tendría todavía otros instrumentos como la tasa de encaje (sobre los depósitos en dólares) con lo cual podría influir sobre la nueva oferta monetaria. Además el BCR podría cumplir perfectamente con su rol de prestamista de último recurso: supongamos que se dolariza la economía el día de hoy, al tipo de cambio actual la base monetaria solo llega a 1,600 millones de dólares mientras que la posición de cambio supera los 2,300 millones de dólares al retirar los soles al BCR le quedaría como 700 millones de dólares con los cuales podría hacer operaciones de redescuento al sistema financiero cuando haya problemas de liquidez y si eso no fuera suficiente fácilmente podría concertar líneas de crédito contingente con muchas instituciones financieras internacionales de tal forma que una crisis como la rusa no nos afecte. No es cierto que si la Reserva Federal norteamericana no se compromete a apoyar a nuestro país desaparecería el rol de prestamista de última instancia.

Lo que si es muy probable es que la tasa de interés sería determinada básicamente por los flujos de capitales. Pero ante esto también existen salidas: Los inversionistas internacionales no son tan irracionales como a veces se sugiere. Los capitales fluyen en función a las rentabilidades esperadas y a las estabilidad macroeconómica. Una buena política económica y financiera daría la tranquilidad y confianza suficiente como para que los capitales no sean muy volátiles no es necesario ni suficiente los estrictos controles de capitales como se observó claramente en la crisis asiática (Roca 1998, Dornbusch 1998)

Perdida del Señoreaje

Como sabemos el señoreaje es el ingreso real que obtiene el estado por tener el monopolio de emitir dinero. Estos ingresos, en el equilibrio, son iguales al impuesto inflacionario. Después de una experiencia hiperinflacionaria como la que tuvimos es los ingresos por señoreaje se redujeron dramáticamente, pues cae con la reducción de la demanda de dinero, y actualmente podría estar en alrededor del 0.3% del PBI lo cual no constituye una perdida muy grave. Estos recursos serían captados por la Reserva federal Norteamericana el cual a

través de algunos voceros a señalado que no estaría dispuesto a compensar a los países que adopten al dólar norteamericano como moneda oficial.

LAS CAJAS DE CONVERTIBILIDAD o CURRENCY BOARD

Una alternativa al esquema extremo de la dolarización total es el de la caja de convertibilidad aplicado por argentina desde 1992. Este sistema se caracteriza porque la moneda nacional puede circular solo en medida que es completamente respaldada por tenencia de moneda extranjera de parte del Banco Central.

Un sistema de Currency Board es una modalidad de tipo de cambio fijo pegado a una moneda ancla (el dólar por ejemplo), hay convertibilidad completa o sea que se garantiza que los ciudadanos pueden a cambiar la moneda nacional por la moneda ancla al tipo de cambio establecido y hay un compromiso de largo plazo al respecto.

Una de las principales razones por la que algunos países han establecido este sistema es el combate a la hiperinflación como es el caso de Argentina. El respaldo de 100% de la moneda nacional con la moneda ancla es importantísimo pues da confianza a los tenedores de moneda nacional. En el caso extremo de un rechazo total de la moneda nacional el Banco Central no se vería obligado a devaluar pues la cantidad máxima de la moneda ancla (dólar) que podría demandar el público sería igual la que tienen el Banco Central.

La convertibilidad completa es una medida que da credibilidad y evita el nerviosismo.
La caja de convertibilidad tiene su mecanismo de ajuste automático: en el caso de una salida de capitales se reduciría la cantidad de moneda nacional lo que llevaría a una elevación de la tasa de interés contrarrestando la salida de capitales. Como ya se habrán dado cuenta es el mismo tipo de ajuste de un sistema de tipo de cambio fijo solo que aquí se garantiza el ajuste necesario de la tasa de interés.

El hecho que la moneda tenga que estar respaldada al 100% (si la moneda ancla es una moneda estable como el dólar) daría un gran impulso al combate contra la inflación como se hizo en Argentina y en Bulgaria.

Se puede decir entonces que la credibilidad, la baja inflación y bajas tasas de interés son las principales ventajas de este sistema monetario

Un sistema de Caja de Convertibilidad no está exento de problemas.
Desaparece la política cambiaria lo que no le permitiría responder a shocks externos mediante devaluaciones dependiendo de la flexibilidad de los precios y salarios lo cual podría traducirse en recesiones prolongadas como la que tiene Argentina.

El Banco Central tendría problemas para cumplir con su rol de prestamista de ultimo recursos si se diera un pánico financiero por lo que sería recomendable que la posición de cambio del Banco Central sea mayor al 100% de la moneda nacional para poder hacer prestamos de ultima instancia o concertar créditos de contingencia para enfrentar con éxito estos peligros.

Este sistema también requiere de una base legal muy transparente y estable para no generar la desconfianza del resto de los agentes. Argentina hizo modificaciones en la constitución para estos fines.

Este sistema fue usado en la época colonial. Con la independencia muchos países crearon sus propias monedas y se dieron cuenta que les dabas ciertas ventajas: pueden hacer política cambiaria, política monetaria y obtener señoreaje. Hacia 1960 solo 38 países estaban en este sistema, por los 70 hubieron 20 países y a finales de 1980 solo nueve. en la actualidad 14 países aplican esta medida.

Argentina, Hong Kong, Lituania, Granada, Antigua , Barbuda, Dominica, Djibouti usan como moneda ancla al dólar norteamericano.
Bulgaria, Estonia, Bosnia y Herzegovina, escogieron como moneda ancla al marco alemán.
Brunei usa al dólar de Singapur como moneda ancla.

En 1998 se discutió fuertemente la posibilidad que Indonesia adoptara este sistema para enfrentar la crisis financiera de aquel año siendo rechazado categóricamente por el FMI quien sin embargo no se opuso en caso argentino. Muchos economistas prestigiosos plantearon que Brasil aplicara esta receta.

En Argentina un peso vale un dólar, los dólares y pesos son medios legales de pago, las cuentas bancarias y préstamos pueden ser en pesos o dólares y los salarios e impuestos se pagan en pesos. Curiosamente mientras que en Perú casi un 85% del total de depósitos esta en dólares en Argentina solo lo esta el 65%.

LA MONEDA REGIONAL

Frente a la alternativa de dolarización total del Presidente Argentino Saul Menen su ex ministro de economía, el que diseñara el esquema de caja de convertibilidad y ahora candidato en la oposición el economista Domingo Cavallo planteó la posibilidad que América del Sur cree una nueva moneda lo que le permitiría mantener las ventajas de tener una moneda propia; política cambiaria y monetaria y ganar por señoreaje.

Si bien esta medida es atractiva no parece ser viable políticamente dada las grandes discrepancias que tienen nuestros gobernantes y podría demorar mas de 20 años por lo que no constituiría una verdadera alternativa para enfrentar la actual crisis.

En cualquiera de los casos se recomienda que la supervisión bancaria sea mas estrecha y que los diferentes países coordinar sus políticas de supervisión financiera.

Como ya se indicó anteriormente la dolarización total no es una panacea ni nos sacaría del subdesarrollo. Seria tan solo un medio para aliviar los efectos de la crisis financiera Internacional quedando pendiente la tarea de la reactivación y del crecimiento sostenido y la lucha contra la pobreza.

BIBLIOGRAFIA

Calvo, G. 1999: Testimony On Full Dollarization , Mimeo April 22, 1999

Calvo G. 1999: On Dollarization , April 20 . Mimeo.

Calvo G. 1999. Argentina's Dollarization Project: A Primer , February 18,

Cepal (1998) Impacto de la Crisis en América Latina. Mimeo.

Dornbusch, R. (1998) After Asia: New directions for the International financial system. Mimeo.

Gosh A. y A. Gulde 1998: Currency Boards: The Ultime Fix?. IMF Working Paper.

FMI 1999: Economic Forum Dollarization Fad or Future for Latin America.

Hanke, S. y K. Schuler 1998: A Dollarization Blueprint for Argentina. Cato Foreing Policy

Krugman, P, 1999: Don´t Laugh at Me Argentina. Slate. Julio

Roca, R. (1998) Crisis Financiera Internacional: historia, causas y mecanismos de transmisión.

Sachs, Jeffrey 1999: Self-inflicted Wounds. Financial Times. Enero.